

Edito mensuel

Gilles Moëc

Chef Economiste du Groupe AXA
Directeur de la Recherche AXA IM

Chris Iggo,

Directeur des investissements
Président de l'Investment Institute



Jusqu'où aller trop loin

Points clé

- Les taux directeurs peuvent encore être « proches de la neutralité » alors que les conditions financières globales sont déjà restrictives. Cela augmente le risque que les banques centrales aillent « trop loin ».
- Les marchés mettent au défi les décideurs politiques, car la poursuite de la volatilité suscite des inquiétudes quant à la stabilité financière jusque dans des coins jusqu'ici obscurs des marchés financiers.
- Pour les investisseurs, l'inconvénient est le risque de nouvelles baisses des valorisations à court terme. Le point positif est la perspective de l'émergence de conditions propices à de meilleurs rendements à long terme.
- Les hausses de taux supplémentaires prévues, conjuguées à l'élargissement des spreads de crédit, font que les actifs de durée courte sur les marchés obligataires semblent très attractifs.

Où sont les taux neutres ?

Tant que le marché du travail américain restera résilient, alimentant une croissance excessive des salaires, la Fed vaudra poursuivre le durcissement de son discours et de son action. Tant que la Réserve fédérale (Fed) relèvera ses taux, les autres banques centrales – y compris la Banque Centrale Européenne (BCE) – seront obligées de suivre au moins partiellement, indépendamment de leurs conditions cycliques domestiques, afin de prévenir une dépréciation de leur monnaie qui déclencherait une nouvelle accélération de l'inflation importée. C'est cette combinaison malheureuse qui maintient les marchés financiers sous pression. Les actifs risqués sont confrontés aux impacts cumulés de la hausse des taux, de l'augmentation de la probabilité de défaut et de la baisse des profits, alors que la récession se profile.

La question clé pour la Fed est l'obtention du bon calibrage du resserrement nécessaire pour enfin contraindre le marché du travail américain à atterrir. Pour une banque centrale de plus en plus frustrée, le constat qui se dessine à partir des données récentes indique la nécessité de faire passer son taux directeur en territoire restrictif, c'est-à-dire nettement au-dessus de la « fourchette neutre ». Il existe toutefois un risque réel que le resserrement monétaire aille trop loin. En effet, l'état du marché du travail aujourd'hui reflète l'orientation de la politique prise six ou neuf mois plus tôt. Les délais de transmission sont le fléau des responsables des politiques lorsqu'ils sont dépendants du flux de données, sans vision prospective. La frontière est mince entre « restrictif » et « trop restrictif ».

La notion de taux neutre, permettant normalement de jauger le quantum de restriction mis en place par la banque centrale, pose deux problèmes. Premièrement, il est très difficile d'estimer où se situe précisément le taux neutre en temps réel. Deuxièmement,

se concentrer uniquement sur le taux directeur peut être trompeur. Ce qui compte, c'est l'impact des conditions financières globales sur l'activité économique et donc, à terme, sur l'inflation. Il n'est pas surprenant que ces limites du concept rendent le marché assez nerveux dans la mesure où elles entraînent des risques importants d'erreur en matière de politique monétaire. En théorie, le niveau du taux neutre devrait être déterminé par la croissance potentielle ainsi que par la préférence pour l'épargne dans l'économie. Ces deux composantes ne sont pas observables avec précision en temps réel. En fait, compte tenu des contraintes actuelles sur l'offre qui pèsent sur la croissance potentielle et de la hausse de l'incertitude qui peut alimenter un comportement d'épargne de précaution, le taux neutre pourrait bien avoir baissé récemment. Cela serait cohérent avec un écart de production plus faible au moment présent – la différence entre le niveau réel et le niveau potentiel du PIB. La recommandation de politique monétaire consisterait alors à accélérer les hausses de taux – pour creuser l'écart de production afin de maîtriser l'inflation – mais aussi à interrompre les hausses plus tôt, puisque la zone restrictive serait atteinte plus précocement.

Le principal problème à ce stade pourrait bien être la différence entre le taux directeur lui-même et les conditions financières globales. Un indicateur simple pour les États-Unis – la moyenne non pondérée des rendements des bons du Trésor à 10 ans, des obligations d'entreprises notées BBB à 10 ans et des taux hypothécaires à 30 ans – se situe actuellement à son plus haut niveau depuis la grande crise financière de 2008-9. Des deux côtés de l'Atlantique, l'écart de refinancement des entreprises a atteint également son plus haut niveau depuis la crise financière mondiale. Dans la zone euro, compte tenu de la prédominance du financement intermédié, c'est le comportement des banques qui importe le plus. De ce point de vue, la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire publiée par la BCE le 25 octobre envoie un message inquiétant. Le resserrement net des normes de crédit sur les prêts aux entreprises signalé au troisième trimestre 2022 a été plus important que lors des brèves mais intenses turbulences sur les marchés financiers du début de la pandémie, et de plus les banques ont indiqué qu'elles prévoyaient un autre resserrement net significatif au quatrième trimestre. Il est largement attendu que la BCE atteigne la limite supérieure de sa « fourchette neutre » pour son taux directeur d'ici la fin de 2022 (aux alentours de 2%), toutefois les conditions de financement globales pourraient déjà se trouver en territoire restrictif.

Les banquiers centraux conçoivent généralement l'impact de leur action en termes linéaires, l'économie répondant progressivement à la réorientation de la politique monétaire. Il existe cependant toujours un risque que l'économie réelle « craque » d'un seul coup dès lors qu'un certain seuil des conditions financières est atteint, et cela devient davantage probable lorsque le resserrement monétaire est mené à un rythme rapide, comme c'est le cas aujourd'hui. Dans ces circonstances, le fait que les banques centrales puissent être arrêtées prématurément ne serait guère une consolation pour ceux qui ont investi dans des actifs risqués, dans la mesure où ils devraient encore faire face à une détérioration des fondamentaux et probablement des conditions de liquidité avant d'être « sauvés » par les banques centrales qui changeraient de cap.

La volatilité remet en question l'orientation de la politique monétaire

Le risque d'une augmentation des niveaux de volatilité du marché, lorsque les conditions financières se resserrent davantage que ce qu'impliquent simplement les taux directeurs, est un défi majeur pour les décideurs politiques. Pour les investisseurs, il s'agit de comprendre où et comment les évolutions du marché remettent en cause la politique au point que la politique elle-même et les prix du marché qui en découlent ne sont pas soutenables. Nous sommes à un stade du cycle où le risque d'évaluations extrêmes du marché et de retournement de la politique est plus important que d'habitude. L'inconvénient de cette situation est une volatilité accrue et des pertes à court terme pour les portefeuilles. Le côté positif est que les conditions pour de meilleurs rendements à long terme devraient apparaître.

Au cœur des tensions du marché se trouve le fait que le régime de politique monétaire est remis en question par des taux d'inflation au plus haut depuis quarante ans. Les banquiers centraux ont continué à se montrer « faucons », luttant contre les anticipations d'un pivot en été et poussant les marchés à justifier des niveaux de plus en plus élevés pour les taux. Des deux côtés de l'Atlantique, le pic des taux anticipé par le marché a augmenté de plus de 120 points de base (pdb) depuis le rallye de l'été. La conviction qui sous-tend l'orientation monétaire est que des banques centrales indépendantes, ciblant l'inflation, tout comme elles ont permis la grande modération de l'inflation des années 1990, briseront également le cycle d'inflation actuel.

Entre-temps, la croissance a ralenti et les risques d'instabilité financière ont augmenté. Une combinaison d'un pic d'inflation avéré, de données économiques plus faibles et d'instabilité financière finira par mettre un terme au cycle de hausse des taux. Toutefois, tant que les banques centrales n'auront pas cédé, les marchés resteront probablement extrêmement nerveux. Il est de plus en plus évident que l'économie de la zone euro est entrée en territoire de contraction. L'indice composite des directeurs d'achat de la zone euro est inférieur à 50 depuis quatre mois et nous prévoyons une croissance négative du PIB au quatrième trimestre.

Pourtant, la BCE s'apprête à relever ses taux de 75pb supplémentaires lors de sa réunion du 27 octobre. Il n'est que logique que les marchés évaluent des primes de risque plus élevées sur la dette des entreprises et les actions en conséquence. Les suppléments de rendement des obligations de première qualité reviennent à leur niveau le plus élevé du mois de juin, tandis que globalement les coûts de financement dans la zone euro se dirigent vers des niveaux jamais vus depuis la grande crise financière mondiale. Les marchés n'accordent pas un vote de confiance à l'orientation de la politique monétaire.

Il était certain que l'abandon de l'assouplissement quantitatif et des taux d'intérêt à zéro (ou plus bas) ne serait pas simple. Le moment auquel cette politique de réinitialisation prendra fin n'est pas très clair. Il y a de fortes chances que le pic des taux ne sera pas dû au fait que les banques centrales auront conclu qu'elles ont atteint un niveau optimal de restriction monétaire, mais qu'elles se rendront compte qu'elles sont allées trop loin. Cette prise de conscience viendra de l'évaluation par les marchés du fait que la douleur générée est suffisante pour faire baisser l'inflation. L'élargissement des « spreads » de crédit, l'inversion des courbes de taux et la compression des multiples sur les marchés d'actions sont cohérents avec ce scénario. Bien sûr, beaucoup de ces phénomènes se sont déjà produits et c'est peut-être l'instabilité financière qui finira par déclencher le « pivot ».

Les marchés ont du pouvoir

Les marchés peuvent forcer des changements de politique. Le Royaume-Uni en a récemment fourni un exemple clair et extrême. La tentative malheureuse d'introduire un ensemble de réductions d'impôts non financées a été suivie d'une crise monétaire et d'un effondrement du marché obligataire. Ces mouvements du marché sont devenus désordonnés, car ils ont déclenché des ventes forcées d'actifs par des portefeuilles ayant en place des effets de levier, notamment dans le monde normalement tranquille des fonds de pension. Il en a résulté un revirement massif des politiques budgétaires, la création d'un mécanisme d'urgence d'achat d'obligations par la Banque d'Angleterre et un nouveau changement de direction politique. Ce fut également un rappel très clair que l'instabilité financière peut éclater n'importe où sur les marchés.

Le message du marché aux décideurs britanniques était « ne mettez pas en risque la soutenabilité de la dette ! ». Les marchés des changes envoient actuellement un message aux autorités japonaises pour qu'elles ne risquent pas leur crédibilité en ignorant la hausse longtemps attendue de l'inflation. Le résultat inévitable sera un ajustement de la politique de « contrôle de la courbe des taux » qui a maintenu les rendements des obligations d'État (à 10 ans) au Japon en dessous de 0,5% depuis 2015. Sinon, le yen continuera probablement de s'affaiblir à mesure que les rendements augmenteront dans le reste du monde. Les réserves de devises étrangères du Japon s'épuiseront, resserrant les conditions de liquidité de manière plus extrême qu'en cas d'ajustement plus contrôlé des paramètres de la politique monétaire. Quoi qu'il en soit, les conditions ne favorisent pas l'investissement dans les actifs japonais.

Des perspectives déjà meilleures pour les stratégies défensives

La volatilité des marchés remettant de plus en plus en question les politiques en vigueur, l'environnement restera difficile pour les investisseurs. Pourtant, certains signes laissent présager de meilleurs rendements en 2023. La mesure dans laquelle les marchés ont intégré des hausses de taux supplémentaires et l'élargissement des spreads de crédit laissent penser que les actifs de durée courte sur les marchés obligataires sont très attractifs. Avec un risque de taux d'intérêt et de crédit limité, les investisseurs peuvent obtenir des rendements bien supérieurs aux niveaux des pics de taux d'intérêt implicites, tant en dollars américains qu'en euros. Ce sont des niveaux de rendement qui donnent l'espoir d'obtenir des rendements positifs l'an prochain, en comparaison des performances négatives des derniers trimestres.

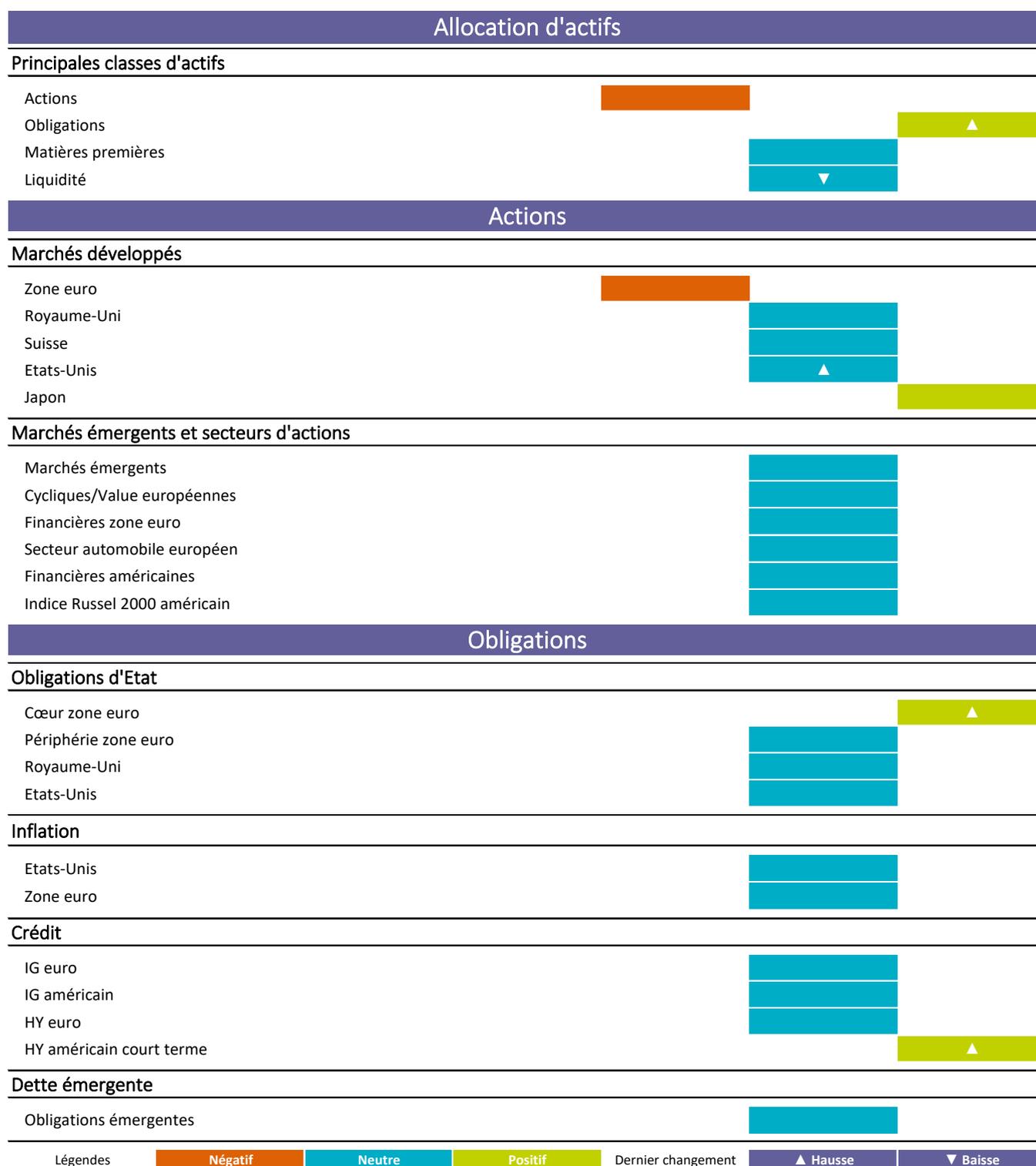
Pour les actifs plus risqués – obligations à haut rendement et actions – il faudra peut-être souffrir davantage avant qu'un pivot de la banque centrale n'apporte un soulagement. Pourtant, les valorisations se situent déjà en haut de la « zone bon marché » des fourchettes historiques. Les bénéfices des entreprises n'ont peut-être pas encore baissé au rythme des prévisions du PIB pour 2023-2024, mais les prix des actions ont quant à eux beaucoup baissé. Cela signifie que les multiples, en particulier en dehors des États-Unis, sont faibles, même si une récession est imminente. Certains analystes du marché affirment qu'il faut une capitulation finale, peut-être déclenchée par la publication de bénéfices plus faibles, avant que le marché n'atteigne son niveau le plus bas. Il se peut que le marché des actions ne trouve pas de point bas tant que les taux et les rendements obligataires n'auront pas atteint un sommet et qu'une récession ne sera pas évidente dans les données économiques. Mais toutes ces choses ne sont peut-être pas si éloignées.

Pic en vue

Les banques centrales sont elles-mêmes en train de créer les conditions pour un pivot. Suite au resserrement agressif en 2022, dans un contexte de ralentissement rapide de la croissance économique et d'augmentation des risques pour la stabilité financière, les marchés obligeront un changement de politique. Le message sera « ne prenez pas le risque d'une récession massive » alors que l'inflation va très probablement se modérer en 2023. Le niveau des taux d'intérêt et des rendements obligataires sera plus élevé à l'avenir qu'à l'époque de l'assouplissement quantitatif, mais tant que les banques centrales cessent tout d'abord de relever les taux, puis modèrent leur politique monétaire au cours des deux prochaines années, les investisseurs peuvent envisager de recommencer à se constituer un patrimoine plutôt que de se protéger contre les pertes continues qui ont émaillé cette année.

**[Télécharger la présentation détaillée de notre
Stratégie d'Investissement d'octobre \(en anglais\)](#)**

Allocation d'actifs recommandée



Source : Recherche AXA IM – Au 26 octobre 2022

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2021	2022*		2023*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Monde	6.1	3.1		2.4	
Economies avancées	5.2	2.5		0.1	
Etats-Unis	5.7	1.8	1.7	-0.2	0.5
Zone euro	5.4	3.0	2.9	-0.5	0.2
Allemagne	2.8	1.3	1.4	-1.5	-0.7
France	7.0	2.4	2.5	0.0	0.6
Italie	6.6	3.3	3.3	-0.6	0.3
Espagne	5.1	4.7	4.3	0.6	1.6
Japon	1.6	1.5	1.5	1.7	1.5
Royaume-Uni	7.4	4.2	3.4	-0.7	-0.3
Suisse	3.7	2.3	2.3	0.6	0.8
Canada	4.6	3.3	3.3	0.7	1.2
Economies émergentes	6.7	3.6		3.9	
Asie	7.1	4.4		5.1	
Chine	8.1	3.6	3.3	5.2	5.0
Corée du Sud	4.0	2.3	2.6	2.0	1.7
Reste de l'Asie émergente	6.2	5.6		5.2	
LatAm	6.8	2.8		2.0	
Brésil	4.6	1.5	2.4	1.0	0.9
Mexique	4.8	1.7	2.0	1.3	1.3
Europe émergente	6.5	-0.7		-0.2	
Russie	4.7	-6.0		-3.5	
Pologne	5.7	4.8	4.1	0.9	1.4
Turquie	11.0	5.6	4.8	1.5	2.2
Autre EMs	5.4	4.2		3.7	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 25 Octobre 2022

Inflation IPC (%)	2021	2022*		2023*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	3.2	7.2		4.7	
Etats-Unis	4.7	8.2	8.0	5.2	3.8
EMU	2.6	8.1	8.2	5.5	5.4
Chine	0.9	2.1	2.3	2.3	2.3
Japon	-0.2	2.3	2.2	1.3	1.4
Royaume-Uni	2.6	9.0	9.2	5.6	7.0
Suisse	0.6	2.8	2.9	2.0	2.0
Canada	3.4	6.9	6.9	4.3	3.6

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 25 Octobre 2022

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Résumé des prévisions

Politique des banques centrales		Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)				
		Actuel	4T -22	1T -23	2T -23	3T -23
Etats-Unis - Fed	Dates		1-2 nov 13-14 déc	31-1 janv/fev 21-22 mars	2-3 mai 13-14 juin	25-26 juil 19-20 sept
	Taux	3,25	+1,25 (4,25-4,50)	+0,25 (4,50-4,75)	inch (4,25)	inch (4,50-4,75)
Zone euro - BCE	Dates		15 déc	2 fév 16 mars	4 mai 15 juin	27 juil 14 sept
	Taux	1,50	+0,5 (2,00)	0,25 (2,25)	inch (2,25)	inch (2,25)
Japon - BoJ	Dates		19-20 déc	17-18 janv 9-10 mars	27-28 avr 15-16 juin	27-28 juil 21-22 sept
	Taux	-0,10	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
Royaume-Uni - BoE	Dates		3 nov 15 déc	2 fév 23 mars	11 mai 22 juin	3 août 21 sept
	Taux	2,25	+1,25 (3,50)	+0,75 (4,25)	inch (4,25)	inch (4,25)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 31 Octobre 2022

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Notre Recherche est disponible sur internet : www.axa-im.com/investment-institute



AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue ni une recherche en investissement ni une analyse financière concernant les transactions sur instruments financiers conformément à la Directive MIF 2 (2014/65/UE) ni ne constitue, de la part d'AXA Investment Managers ou de ses affiliés une offre d'acheter ou vendre des investissements, produits ou services et ne doit pas être considérée comme une sollicitation, un conseil en investissement ou un conseil juridique ou fiscal, une recommandation de stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'acheter ou de vendre des titres financiers. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée.

Toutes les données de ce document ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques et de marché. AXA Investment Managers décline toute responsabilité quant à la prise d'une décision sur la base ou sur la foi de ce document. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, a été établi à la date de publication de ce document. Du fait de sa simplification, ce document peut être partiel et les informations qu'il présente peuvent être subjectives.

Par ailleurs, de par la nature subjective des opinions et analyses présentées, ces données, projections, scénarii, perspectives, hypothèses et/ou opinions ne seront pas nécessairement utilisés ou suivis par les équipes de gestion de portefeuille d'AXA Investment Managers ou ses affiliés qui pourront agir selon leurs propres opinions. Toute reproduction et diffusion, même partielles de ce document sont strictement interdites, sauf autorisation préalable expresse d'AXA Investment Managers.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

Rédacteur : AXA Investment Managers – Tour Majunga, La Défense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2022. Tous droits réservés.

AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France

Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826